



漢坤律師事務所

汉坤法律评述



融贯中西 · 务实创新

2017年9月5日

银行金融法律

靴子落地 — ICO 的诞生与毁灭

金融资管部

在过去的 2017 年上半年，随着以比特币为代表的数字货币市场价格屡创新高，数字货币与区块链行业中一种名为 ICO 的融资模式也异常火爆，吸引了大量市场投资者的关注与参与。根据国家互联网金融安全技术专家委员会的统计结果，2017 年上半年，我国国内已完成的 ICO 项目共计 65 个，累计融资规模 26.16 亿元，累计参与人次达 10.5 万。¹正如同过去几年的互联网金融市场，在缺乏明确监管的情形下，ICO 行业可谓乱象丛生。由于 ICO 的造富效应，近一段时间 ICO 更是屡次出现在主流媒体的报道中，专业的投资机构以及不专业的“大妈”们都撸起袖子准备跑步入场。而就在 2017 年 9 月 4 日下午 3 点，中国人民银行、中央网信办、工业和信息化部、工商总局、银监会、证监会和保监会联合发布了针对 ICO 行业的全面指导意见《关于防范代币发行融资风险的公告》（以下简称“公告”），对于 ICO 的法律性质以及 ICO 平台的整顿清理工作做出了明确指示。尽管此前已有多家媒体报道，监管部门将会很快出台针对 ICO 行业的监管指导意见，但并没有人想到会来得如此迅速，如此严厉，而该《公告》正式宣告了 ICO 业务在我国被监管部门明确禁止。

那么，针对过去数月来火爆异常的 ICO，其实质究竟是什么？ICO 项目究竟如何进行？为何监管措施如此严厉？央行等七部委《公告》的监管重点究竟在哪儿？本文旨在通过如下分析带你了解这些问题。

一、何为数字货币？数字货币在我国定位？

在讨论 ICO 之前，我们有必要先了解一下何为“数字货币”。通常来说，数字货币是指利用区块链技术及分布式账本技术所产生的加密代币。通过该等技术手段，数字货币具有明显的四大特征：总量恒定、去中心化、全球化、匿名性。数字货币中，最广为人知的当属比特币，举例来说，如果你向地球另一端转账比特币，就像发送电子邮件一样简单，低成本，无任何限制，无任何监管措施。这样的特质使得数字货币在跨境贸易结算等多个场景下都具备了一定的使用价值。但是数字货

¹ 国家互联网金融安全技术专家委员会：《2017 上半年国内 ICO 发展情况报告》，http://www.ifcert.org.cn/res/web_file/1501062824386085029.pdf

币要作为官方货币流通，必须得到国家的认可，而目前大部分国家对于数字货币的货币属性均持以否定态度。

就我国而言，中国人民银行、工信部、银监会、证监会和保监会早在 2013 年 12 月就发布了《关于防范比特币风险的通知》（银发[2013]289 号），对以比特币为首的数字货币的特点和性质进行了明确界定：

1. 数字货币具有没有集中发行方、总量有限、使用不受地域限制和匿名性四个主要特点；
2. 数字货币是一种特定的虚拟商品，不具有与货币等同的法律地位，不能且不应作为货币在市场上流通使用；
3. 数字货币不是由货币当局发行，不具有法偿性与强制性等货币属性，并不是真正意义的货币。

因此，在我国目前的监管框架下，数字货币交易可以被视为是互联网上的一种商品买卖行为，个人在自担风险的前提下拥有参与的自由。

二、 什么是 ICO?

ICO (Initial Coin Offering)即首次公开代币发行。通俗的来说，ICO 是以代币回报投资者的一种筹措资金的方式，即投资人使用已经可以在数字货币市场上流通的数字货币(比特币、以太坊等)购买 ICO 项目发行方发行的一定数量的代币，并且发行方许诺将来随着 ICO 项目推进，投资人将会从中获得一定回报(例如代币完成在数字货币交易平台的上线流通，从而使得投资者可以出售代币进行溢价变现)。根据我们的分析，下列行为即可以被视为是 ICO：具有区块链背景的企业或项目团队通过在互联网上发布白皮书或其他募集说明文件，向社会公众公开发行业数字加密代币以获得其他数字货币的募集行为。简单来说，ICO 可以被理解为区块链和数字货币行业的众筹，是介于传统风险投资和股权众筹模式之间的一种新型融资模式。

三、 ICO 与 IPO 有何区别?

由于 ICO 与传统证券市场上的 IPO(Initial Public Offering)有许多相似之处，我们在此对二者进行了对比，以体现 ICO 的部分特点。

对比方面	ICO	IPO
法律监管强度	除中国已经明令禁止 ICO 外，其他国家大多属于自治管理	各国对 IPO 已有相对成熟的法律法规，有严格的监管要求
发行方	主要发生在区块链行业，发行方不一定为实体法人，也可能是非实体企业的团队乃至个人	来自各个行业，且必须为经过股份制改革的法人主体，需符合法律法规要求
认购的标的物	标的物为发行方发行的加密代币，并非股权份额。如将来能够在数字货币交易所进行登记，则可以自由交易	投资者支付一定的费用认购相应的股份，股份可以在交易市场进行自由交易
融入资金的形式及使用范围	融入资金为数字货币，根据白皮书的披露进行使用，一般用于项目本身的开发	融入资金为法定货币，一般用于发行方的业务发展

决策权	根据 ICO 白皮书的披露以及发行方的商业考虑，决定项目代币的持有人是否对项目具有决策权	根据股份比例参与决策
中介机构	ICO 项目在互联网直接发行，无需中介机构提供服务	需依赖于券商、律师事务所、会计师事务所等中介机构

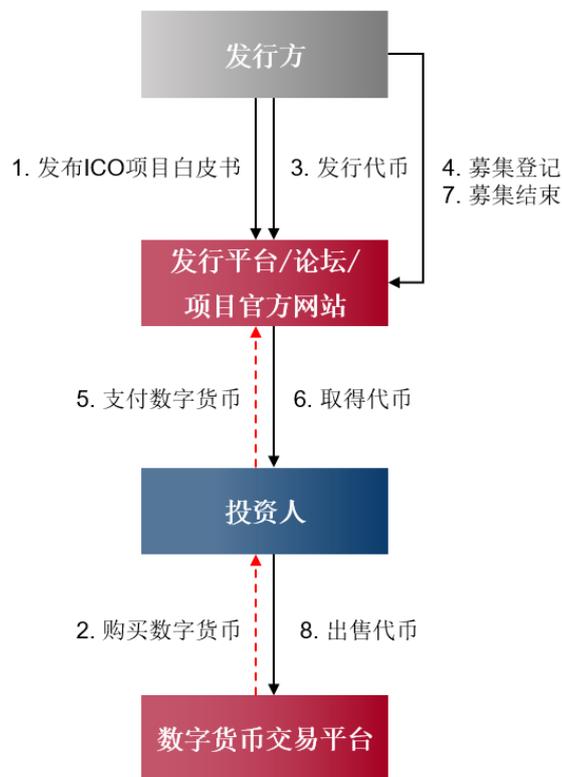
四、 ICO 有哪些模式分类？

根据我们的观察，当前市场上的 ICO 项目可以分为 5 种模式：众筹回报类、捐赠类、基础资产收益权类、基金份额类和股权类。

ICO 类型	项目特征及法律性质
众筹类	<ul style="list-style-type: none"> 众筹类 ICO 是市场上较为普遍的 ICO 模式。在该等情境下，发行方将开发一个将来会实际运用的技术产品场景，在该等场景下投资人可以通过其获得的代币获得一定的服务或回报。在该等 ICO 模式中，代币是投资者获得产品或服务的凭证，符合众筹的法律特征。
捐赠类	<ul style="list-style-type: none"> 在捐赠类 ICO 中，投资人投入资金与其得到的作为回报的产品或服务的价值差距明显，通常回赠的都是价值相差悬殊的象征性纪念品。在该等 ICO 模式下，则发行方与投资者之间的法律关系可以被认定为捐赠或赠予。
基础资产收益权类	<ul style="list-style-type: none"> 在基础资产收益权类 ICO 中，投资人获得的代币并不具有实质性使用功能，而是相关“基础资产”收益权的凭证。投资人可以凭借其购买并持有的代币凭证，获得基础资产或项目的未来收益。该等收益可能是基于项目本身运行产生的数字货币，也可能是基于基础资产产生的法币现金流。
基金份额类	<ul style="list-style-type: none"> 在基金份额类 ICO 中，发行方募集资金的主要用途为投资，而非用于自身的生产经营。此类 ICO 项目发行的代币为收益单位凭证。典型案例是 2016 年发行的史上最大 ICO 项目“DAO”，其筹集资金主要投资于初创企业。 此类 ICO 项目与基金产品具有一定相似性。以 DAO 项目为例，投资人投入的资金被用于投资其他项目，投资人不实际管理投资，收益和风险由合同约定。但此类 ICO 项目与基金产品也有一定区别，例如 DAO 项目在形式上没有基金管理人，而是以计算机程序代替了基金管理人的职能。
股权类	<ul style="list-style-type: none"> 股权类 ICO 所发行的代币是一种股权凭证，即投资人通过购买代币直接获得特定公司的股权，其所谓区块链技术及相关分布式账本技术的作用在于辅助完成股权融资的信息支持，其实质仍是一个的股权性融资。例如，一家瑞士金融科技公司发行的 Lykke 代币即明确规定，每 100 枚 Lykke 代币可获得 Lykke 公司股权的 1 个份额。

五、ICO 项目的流程？

根据我们对市场上 ICO 项目的观察，ICO 项目的一般流程如下：



- 1. 发行方发布 ICO 项目白皮书：** ICO 项目通常会在项目官方网站以及一些加密货币社区网站上发布项目信息。如前所述，与 IPO 项目不同的是，ICO 项目没有招股说明书、监管部门审批等限制性约束，仅需发行方自行制定 ICO 项目白皮书并自主决定披露内容。
- 2. 投资人购买数字货币：** 投资人将通过数字货币交易平台购买 ICO 项目中发行方接受的数字货币(如比特币等)。
- 3. 发行方发行代币：** 发行方将按照 ICO 项目白皮书中的计划发行相应代币。
- 4. 募集登记：** ICO 项目通常会设定截止日期，一些项目也会设置最高融资额。发行方可以根据期望筹集的资金和将要发行的代币总数量，设定固定的代币价格；或者发行固定数量的代币，根据实际融资额计算每一个代币的价格。投资人可以在限定时间内，将数字货币通过项目指定渠道换取该项目的代币。
- 5. 投资人向发行方支付数字货币：** 投资人将持有的数字货币支付给发行方。一般而言，ICO 项目有两种支付渠道：第一种是 ICO 项目本身的官方网址，有些项目的官方网站会直接公布支付渠道，如一个特定的比特币地址或一个以太坊智能合约地址；第二种是通过发行平台或论坛支付，投资人可以在该平台或论坛上充值数字货币，进而将已充值的数字货币支付到特定地址。
- 6. 发行方向投资人支付代币：** 发行方将按照 ICO 项目白皮书中的计划向投资人支付相应的代币。

7. **募集结束：**募集期截止后，部分或全部数字货币将直接进入发行方的账户，供项目后期推进使用。
8. **投资人出售代币：**目前的 ICO 项目，在募集结束后，投资人基本都不能通过数字货币交易平台直接交易代币，即无法立刻兑现自己所持有的代币。因此，大多数的 ICO 项目白皮书中，都会承诺将来在一定时间内完成代币在数字货币交易平台的上线，使得投资人届时可以出售其在 ICO 中取得的代币，获取溢价收益。除此之外，也有的 ICO 项目发行人会许诺其他形式的回报，例如承诺在未来项目成功后投资人获得对于项目的优先使用权等。

六、 ICO 项目发行方究竟在哪里？

由于一个团队即可直接通过互联网发行 ICO 似乎并无必要注册法律实体作为 ICO 项目发行方。但在国际市场上，具有真实项目开发融资需求的区块链从业者还是会选择注册真实的法律实体，谋求项目的长期发展。因为在项目的开发过程中，具有明确的法律实体会明显带来更多的运营便利，如行政管理、对外谈判等。

据我们了解，目前 ICO 项目的发行方往往会选择注册成为在瑞士、新加坡等地的慈善基金会，例如知名项目“以太坊”以及“Bancor”，在该等情形下，ICO 项目发行方对外出售代币相当于慈善义卖，投资人作为“捐赠者”以资助的方式支持 ICO 项目发展，符合当地的法律监管框架。而且，瑞士与新加坡对于区块链行业的发展也是持积极肯定的态度，这一点对于寻求政府支持的 ICO 从业者来说是十分重要的。除此之外，部分 ICO 发行方还可能选择注册在香港、英属维珍群岛以及英属开曼群岛等金融监管环境宽松的司法管辖区，也是为了避免受到强监管的可能性。

七、 ICO 在中国的法律性质与监管

1. 朦胧期

在公告正式出台前，虽然我国尚未出台明确针对 ICO 的监管法律，但 ICO 的性质决定了其仍可能涉及刑事法律和金融法律等多方面的法律风险。

➤ 刑事法律方面	➤ 金融法律方面
<ul style="list-style-type: none"> • 非法吸收公众存款罪 • 擅自发行股票、公司、企业债券罪 • 诈骗罪 • 组织领导传销活动罪 • 非法经营罪 • 洗钱罪 • 集资诈骗罪 • 侵犯公民个人信息罪 	<ul style="list-style-type: none"> • 擅自公开发行证券 • 非法金融业务活动 • 代币发行

2. 明确期

在 2017 年 9 月 4 日上午，就有新闻媒体曝出福建省互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室发布特急通知《关于对代币发行融资开展清理整顿工作的通知》（“《通知》”），着手开始对 ICO 行业进行整治和清理整顿。而在 2017 年 9 月 4 日下午 3 点，央行等七部委联合发布的《公告》则明确了对于 ICO 的法律性质判定，同时对 ICO 交易平台提出了明确的整顿措施。

1) ICO 被认定为一种未经批准非法公开融资的行为

《公告》明确指出：“代币发行融资(即 ICO)是指融资主体通过代币的违规发售、流通，向投资者筹集比特币、以太坊等所谓‘虚拟货币’，本质上是一种未经批准非法公开融资的行为，涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。代币发行融资中使用的代币或“虚拟货币”不由货币当局发行，不具有法偿性与强制性等货币属性，不具有与货币等同的法律地位，不能也不应作为货币在市场上流通使用。”

汉坤解读：值得注意的是，《公告》直接将 ICO 定义为未经批准的非法公开融资的行为，该等判定意味着，虽然 ICO 募集的是比特币等虚拟货币，而比特币等虚拟货币在我国的监管框架下被认定为是一种商品。但是从实质重于形式的角度出发，ICO 已经起到了募集资金的客观效果，因此，穿透监管是有必要的。同时，虽然监管部门并没有在《公告》中明确指出，但该等性质判定已经侧面表明监管部门承认比特币等虚拟货币在市场上已经具备了兑换法定货币的流通性。而对于比特币等虚拟货币的态度，有待监管部门进一步的意见出台。

2) 禁止组织和个人非法从事 ICO 活动

《公告》明确指出：“各类代币发行融资活动应当立即停止。已完成代币发行融资的组织和个人应当做出清退等安排，合理保护投资者权益，妥善处置风险。”

汉坤解读：《公告》对于现有 ICO 项目提出两点要求：(1) 现有 ICO 项目立即停止；(2) 要求已完成 ICO 项目融资的组织和个人应当做出清退等安排。《公告》采取了溯及既往的强监管手段，不仅仅叫停了现有 ICO 项目，对于境内已经进行完毕的 ICO 项目要求退还投资者相关资产。我们理解，该等措施有两层含义：首先，监管部门给予投资者要求 ICO 发行方返还资产权利的正当性，避免了将来如果涉及民事争议，ICO 发行方通过民法上的合同意思自治等基本原则拒绝退还投资者资产；其次，监管部门后续可能会出台相关政策，进一步就已完成 ICO 项目圈钱的团队或个人进行打击，通过该等强力手段避免今后市场中再次出现利用监管漏洞进行套利的情况，给予市场以警醒。

3) 明令禁止 ICO 平台的虚拟货币中介业务

《公告》明确规定：“本公告发布之日起，任何所谓的代币融资交易平台不得从事法定货币与代币、‘虚拟货币’相互之间的兑换业务，不得买卖或作为中央对手方买卖代币或‘虚拟货币’，不得为代币或‘虚拟货币’提供定价、信息中介等服务。”对于违规平台，《公告》更是明确：“对于存在违法违规问题的代币融资交易平台，金融管理部门将提请电信主管部门依法关闭其网站平台及移动 APP，提请网信部门对移动 APP 在应用商店做下架处置，并提请工商管理部门依法吊销其营业执照。”

汉坤解读：根据《公告》的上述表述，我们基本可以认为，境内 ICO 平台的现有业务都将被勒令停止。但值得注意的是，《公告》将主体仅仅限定在代币融资交易平台，而对于目前几大“比特币”信息中介交易平台如何处理，存在一定的不确定性。我们理解，这应该是为了区分市场上的 ICO 平台与之前就已经经过央行洗礼的虚拟货币交易平台，将此条的监管范围暂时限定在 ICO 平台。这可能也是考虑到虚拟货币交易平台目前的市场规模与影响，避免监管政策的出台对于市场造成过大影响。但考虑到监管部门通过《公告》对于数字货币行业的强监管态度，很大几率监管部门会出台关于“比特币”交易活动出台专门的管理办法。

4) 严禁金融机构和非银行支付机构接触 ICO 行业

《公告》明确规定：“各金融机构和非银行支付机构不得直接或间接为代币发行融资和‘虚拟货币’提供账户开立、登记、交易、清算、结算等产品或服务，不得承保与代币和‘虚拟货币’相关的保险业务或将代币和‘虚拟货币’纳入保险责任范围。金融机构和非银行支付机构发现代币发行融资交易违法违规线索的，应当及时向有关部门报告。”

汉坤解读：该等规定延续了央行等五部委在 2013 年《关于防范比特币风险的通知》中的监管思路，即严令禁止金融机构与支付行业与数字货币行业有任何的接触，确保金融行业与货币体系不会与数字货币行业产生任何联系。

5) 投资者教育与行业自律

汉坤解读：最后，《公告》对于社会公众进行了投资者教育，重点提示了 ICO 项目以及以“币”为名称的非法金融活动的众多风险，同时也要求各金融行业组织抵制 ICO 以及“虚拟货币”相关的非法金融活动，这也是希望从市场的角度将数字货币行业可能带来的金融风险隔离在外。

值得一提的是，在此之前监管部门对于以比特币为首的数字货币行业最为关注的两个重点是：非法集资和反洗钱，而在这一次的《公告》对于反洗钱只字未提。我们理解，这主要是因为 ICO 业务本质上属于数字货币行业的一级发行市场，目前数字货币行业带来的反洗钱问题主要存在于二级市场交易，即数字货币交易平台。因此，由于本轮的监管重点在于 ICO，而且一旦对于 ICO 整体叫停，在这一领域也就没有反洗钱之说了。

八、 后 ICO 时代的展望

首先，我国监管部门对于数字货币技术本身是不排斥的，也多次在公开场合表达出对于数字货币技术的研究兴趣。在《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》中，中国人民银行也提出要“深入研究并吸收利用数字货币涉及的金融科技创新，加快法定数字货币系统建设，完善法定数字货币发行流通体系。”由此可见，我国监管部门对于区块链技术可能带来的金融创新，持积极学习的态度。

而对于数字货币行业，其匿名性与全球性两个特征带来的洗钱与规避外汇管制两个问题，一直是监管部门的重点所在。但是，也正是由于“数字货币”本身的这个特点，对于中国背景的企业在海外进行 ICO 并且在海外的交易场所交易的行为，中国监管部门是否会采用“穿透式”监管，还需要拭目以待。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与汉坤**宛俊**律师（+8621 6080 0995, jun.wan@hankunlaw.com）联系。